



Коротко:

- Индекс S&P 500 на этой неделе собирается обновить исторический максимум (вслед за Dow Jones IA), до рекорда остался 1%. Рынок акций США резко выделяется на общем фоне – остальные акции отстают. Остается вопрос: случится ли догоняющий рост других рынков акций, включая Россию?
- В США в пятницу, 8 марта, вышла отличная статистика по рынку труда за февраль. Безработица 7.7% - рекорд после кризиса. Создание рабочих мест (Nonfarm Payrolls SA) в феврале +236 тысяч. (заметный прирост случился от оживающего строй комплекса +48 тыс.). Значение выше условного барьера 200 тыс./мес., означает хороший рост экономики. Итак, экономика США на оптимистической траектории выздоровления, что вновь поднимает вопросы сворачивания QE и перспективу повышения ставки процента.
- «ЛУКОЙЛ» отчитался за год, прибыль \$11 млрд., p/e=5.

Развернуто:

Пока Россия отдыхала в Международный женский день, мировые индексы продолжили рост. Индекс S&P 500 поднялся на +0.2% и +0.45% в четверг и пятницу. Опять посткризисный рекорд.

Есть большие шансы, что на этой неделе S&P 500 выйдет на максимумы за все времена, поскольку до пика 2007 года остается всего 1%. Набранная инерция акций США предполагает это. Европа по STOXX 600 также обновила посткризисный максимум в пятницу.

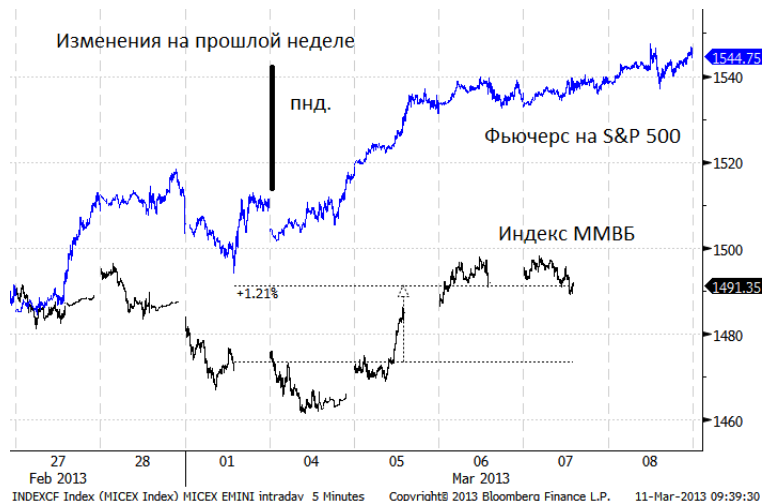
Россия продолжает тащиться вслед за повышающимися мировыми рынками акций. Движение идет медленно. Это видно по графику ниже. Итак, результаты за прошлую неделю S&P 500 +2.3%, STOXX 600 +2,2%, индекс ММВБ +1.2% (отчасти, помешал праздник).

Лидерство акций в США – это важный феномен текущего момента. Предлагаем посмотреть на поведение других развивающихся рынков (справа). Большинство из них далеки от максимумов даже 2011-2012 годов, не говоря уж об исторических высотах.

Отставание вызывает вопросы не только у нас. Вот цитата из пятничной аналитики BofA Merrill Lynch (via ftalphaville.ft.com), касающейся обменных курсов, но одинаково относящейся к акциям развивающихся стран (выделение наше):

Изменения 50 акций входящих в индекс ММВБ с конца 2012		
PHARMSTAND-CLS	2069.4	32.6%
AEROFLOT	55.97	29.6%
MAGNIT	5960.1	23.9%
NCSP	3.5049	23.4%
SOLLERS	798.5	19.5%
LSR GROUP	651.3	15.5%
MOBILE TELESYST	280.81	14.0%
SBERBANK	105.26	13.9%
OGK-2	0.3876	13.3%
BASHNEFT	2012.3	12.1%
SBERBANK-PRF	75.53	11.7%
DIXY GROUP	436.03	11.3%
SURGUTNEFTEG-PFD	22.51	10.7%
ALROSA AO	33.095	10.7%
E.ON RUSSIA JSC	2.9032	10.6%
BANK VOZROZHDEN	595.2	9.8%
PIK GROUP	64.5	9.3%
SURGUTNEFTEGAS	29.106	8.2%
RASPADSKAYA	63.94	8.1%
SISTEMA JSFC	26.648	8.0%
MOSCOW UNITED EL	1.62	8.0%
M VIDEO	258.99	7.5%
BASHNEFT-PFD	1411.5	5.7%
TATNEFT-PFD3	111.68	4.6%
ROSTELECOM-PFD	94.89	4.3%
MOSENERGO	1.39	4.1%
ACRON	1433.7	3.2%
VTB BANK OJSC	0.05578	2.9%
PHOSAGRO OAO-CLS	1259.2	1.9%
ROSTELECOM	120.87	1.5%
AK TRANSNEFT-PRF	70009	1.4%
Индекс ММВБ	1492	1.2%
LUKOIL OAO	2010.2	-0.3%
URALKALI	231.12	-2.5%
TATNEFT-CLS	211.72	-2.6%
IDGC HOLDING	1.911	-2.9%
NORILSK NICKEL	5459	-3.4%
NLMK OAO	57.22	-6.5%
FEDERAL HYDROGEN	0.6848	-6.9%
ROSNEFT OAO	248.08	-7.8%
GAZPROM	133.65	-7.9%
FEDERAL GRID	0.18776	-8.9%
MAGNITOGORSK	9.517	-9.1%
NOVATEK OAO	311.06	-9.4%
VSMPO-AVISMA	5658.8	-10.2%
SEVERSTAL	336.6	-11.6%
MECHEL-PFD	100.94	-14.5%
UNITED CO RUSAL	160.77	-15.6%
MOSTOTREST-CLS	157.37	-16.2%
MECHEL	166.9	-18.0%
INTER RAO UES	0.020518	-18.9%

«Printing less than you think. **Why is S&P up 10% this year, but GEM—and particularly EEMEA—FX not performing?** This must be one of the most frequent questions we get these days. The linchpin, we think, is still what we discussed in our Year Ahead three months ago: **in a world of US growth leadership and no new stimulus, EEMEA FX is likely to be squeezed between a lower EUR and higher US rates.** We reiterated this core view in yesterday's GEMs Strategy Weekly and this week also turned bearish on RUB, the only EEMEA currency we

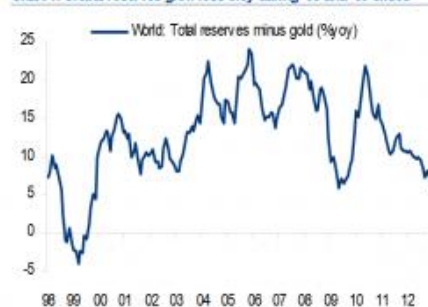


favored going into the year. **Global rebalancing and deleveraging are the culprits for this disappointment, we think.**

Lower external surpluses have **reduced global reserve growth to the lowest rate in 15 years** (ex the '98 and '09 crises; Chart 1)—of late weekly EM reserve accumulation has been negative. This reduces recycling into non-USD FX. **And despite the noise about money printing, G-2 yoy base money growth has actually slowed to 4%, while the money multiplier is recovering only at snail's pace; in sum, this means global broad money growth much lower than pre-crisis (Chart 2)»**



Chart 1: Global reserves grow less only during '98 and '09 crises



Source: IMF, BofA Merrill Lynch Global Research

Chart 2: Deleveraging offsets much of global base money creation



Source: BofA Merrill Lynch Global Research "Global Economic Weekly"

Итак, в версии BofA Merrill Lynch валюты развивающихся стран не растут потому, что скорость «печатания» недостаточная, что отражается в низком темпе роста широких денежных агрегатов.

ФРС и ЕЦБ, центробанки Англии и Японии «напечатали» и продолжают «печатать» существенные суммы. Это увеличило соответствующие «денежные базы» (base money). Но из-за падающего значения денежного мультипликатора (в этом виноват «делевеиджинг»), они не превращаются в расширение кредита, что видно по низким темпам роста глобального агрегата M2.

Очень грубо говоря, центробанки «печатают недостаточно», величина глобального кредита растет слишком медленно. Правда, остается вопрос, почему же растут акции в Штатах.

Видимо, сказывается и мода на США. Похоже, после кризиса возникло отвращение к развивающимся рынкам, в частности России из-за того что она может обваливаться в 5 раз за 5 месяцев (S&P500 упал «только» в 2 раза).

Вполне возможно лидерство S&P500 и отставание других рынков – это временное явление, но это время может продолжаться долго, годы. Мы полагаем, что в ближайшие месяцы «тяга вверх» сохранится, но она по-прежнему будет лишь немного затрагивать российские акции («утратившие сексуальность»).



Пара экономистов Кевин Хэссет и Джеймс Гласман написали в 1999 году печально знаменитую книгу "Dow 36,000". В ней предсказывался рост акций индекса Доу до этой отметки, в течение 3-5 лет, тогда индекс Доу был около 11 тысяч, сейчас 14.4 тысяч пунктов.

В общем, получилось «пальцем в небо». По поводу этой книжки в 2000-е годы не высказался только ленивый. И так, через 13 лет Гласман, один из авторов, написал статью, вновь по этому же поводу (см. www.bloomberg.com/news/2013-03-07/dow-36-000-is-attainable-again.html). Он опять предсказывает достижение 36,000 пунктов!

Мы не станем топтаться на его прогнозах (хотя это свойственно людям: один раз «не угадал», значит, он не умеет «угадывать». Или наоборот: «угадал» один раз, значит профи). Лучше посмотреть на аргументы.

А они таковы. Сейчас S&P500 имеет $p/e=14$. Это означает, что его доходность составляет около 7% ($=1/14$). Это реальная доходность (поскольку предприятия могут переносить инфляционные издержки на цены, т.е. на потребителей).

При этом доходность облигаций США, «безрисковой ставки», находится на 2%, что равно ожидаемой инфляции (они превысили этот барьер в пятницу на хороших данных по безработице). Реальная доходность - ноль.

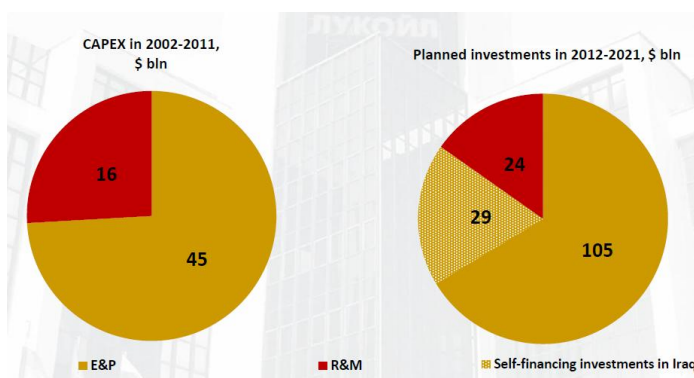
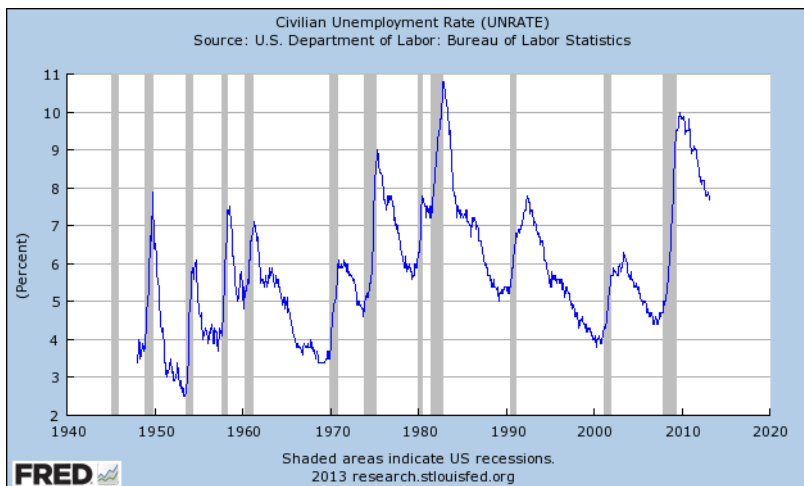
Соответственно, они ожидают рост акций. На этот раз мы поддерживаем аргументы индекса Доу Джонса 36 тысяч, (когда-то этот уровень будет достигнут, благодаря реальному росту и инфляции).

Разница в доходности между гособлигациями и акциями крайне высока и намекает на то, что акции недооценены *относительно* американских облигаций.

И тут либо цены облигаций должны упасть относительно акций. Либо наоборот, акции подрасти относительно госбумаг. Скорее всего, движение будет навстречу друг другу. Это и есть великий переток капиталов из облигаций в акции, который ожидается, но пока он не перерос в массовую тенденцию.

Разное:

- График безработицы в США, вышедший в пятницу, 7.7% по итогам февраля – рекорд. Напомним, что ФРС намерена свернуть QE при достижении 6.5%. Достижение «естественного уровня» оцениваемого в 5-6% означает, что экономику США следует перестать «стимулировать» низкими ставками, иначе возникнет «перегрев» (разгонится инфляция). Текущая траектория снижения безработицы предполагает, что 6.5% могут быть достигнуты в 2014, а в 2015 году ставки оторвутся от нуля. При этом ФРС раньше обещала держать нулевыми ставки до 2015 года. Все это имеет прямое отношение к ставкам заимствования российских корпораций, ценам акций. Финансовый рынок США самый большой и политика США задает тон по всему миру.
- «Лукойл» отчитался за 2012 г. Выручка за период выросла на 4,1%, до \$139,2 млрд., чистая прибыль увеличилась на 11,2%, до \$11 млрд. Добыча, тем не менее, упала на 1,2%, но помогли высокие цены на нефть. Чистая маржа (ROS) осталась примерно на прежнем уровне – 7,8%. «Лукойл» до 2021 г. планирует инвестиции в размере почти \$160 млрд. в разработку новых месторождений, как в России, так и за рубежом (см. график). К 2015 г. компания планирует нарастить добычу на 18%, во многом за счёт ввода в строй месторождения «Западная Курна-2» в Ираке, находящееся в ведении «Лукойл Оверсис». Также активно будут разрабатываться Тимано-Печора и Имилорское месторождение. При этом вхождение в более сложные проекты увеличивает стоимость добычи, что может в будущем привести к некоторому снижению маржи, несмотря на наличие налоговых льгот при разработке труднодоступных месторождений.



Местное:

- За **2012** г. выручка «Протон ПМ» выросла на 14%. Чистая прибыль выросла по РСБУ в 3,7 раза. На 2013 г. размер госфинансирования предприятия планируется в размере 350 млн. руб.

Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



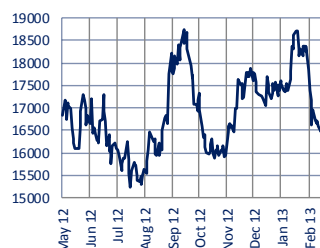
Золото, \$/Oz



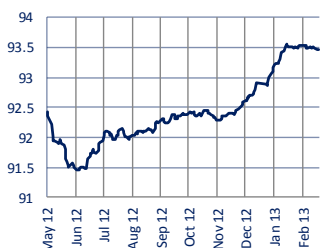
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



Никель, \$/тонна



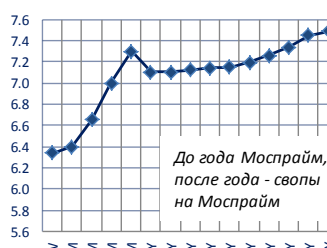
ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

Россия, 614000, г. Пермь, ул. Монастырская, 15
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69
www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Чечулин Михаил Павлович
Генеральный директор
тел. (342) 210-59-91, cmr@pfc.ru

Тимофеев Дмитрий Вячеславович
Начальник аналитического отдела
тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Рахимов Денис Владимирович
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

Вельяминова Катерина Сергеевна
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 210-30-01, 293-36-31, velyaminova@pfc.ru

Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.